

波司登 (3998 HK, 2.45 港元, 未评级) 逐步转变为多品牌服装零售商

- ❖ **羽绒服行业领导者。**2010年，公司羽绒服业务市场占有率为36.7%。其中四大品牌波司登、雪中飞、康博和冰洁销售额分别占中国羽绒服市场第一、第二、第七和第八位。2012年，预计公司羽绒服销量增加3%-5%，而平均售价会上涨7%-9%。我们认为，羽绒服业务会保持稳步增长，并继续保持市场领先地位。
- ❖ **非羽绒服业务有助于缓解季节性销售弊端，有望成为新的增长动力。**目前，公司拥有男装、女装和童装业务，包括波司登男装、Jessie (杰西)，Vetello (威德罗)，Rocawear (洛卡薇尔) 和 Mogao (摩高) 等品牌，分别针对不同客户群。2012财年上半年，非羽绒业务收入为3.3亿元 (人民币·下同)，占总收入12.2%，较去年同期上升5.2个百分点。公司计划三年后，非羽绒业务税后利润占总体30%。通过收购开展的非羽绒业务能够享受现有渠道优势和财务支持。非羽绒业务将成为未来增长动力，但是我们也看到，目前各项新业务拓展速度并不快。
- ❖ **持续调整各项政策来增强内部管理。**一是调整分销商制度。从2010财年开始，公司由原先退货20%制度转变为零退货制度，同时给予新模式下分销商6%-16%的额外折扣。目前，新模式下的销售收入占比12%，预计2012财年会达至25%。公司计划2016年将完成全部制度转变。这项制度将削减一定的毛利率，但是也节约了原先给予分销商的补贴。二是调整羽绒服店铺。通过关店等措施由多品牌店铺向单一品牌店铺发展，因此，短期内店铺数量不会有太多增长。截至9月份，羽绒服业务店铺共计8434家。我们认为，单一品牌店铺能更加精确地锁定目标客户群。
- ❖ **吸引的派息政策。**2012财年上半年，每股派息0.38元，派息率高达90%。截至9月底，公司手头现金为30亿元。我们估计，未来派息政策不会低于70%-80%。
- ❖ **主要风险包括非羽绒业务执行和管理能力以及不退货制度的改革进度。**根据彭博资讯，2012、2013和2014财年净利润将分别有望达至14.2亿元、15.2亿元和16.7亿元。目前股价相当于11.1倍2012年以及10.4倍2013年市盈率，估值不高。

财务资料

(截至3月底)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
营业额 (百万人民币)	5,738	7,038	8,425	9,634	10,812
净利润 (百万人民币)	1,079	1,276	1,423	1,523	1,672
每股收益 (人民币)	0.14	0.16	0.18	0.19	0.21
每股收益变动 (%)	46.0	18.3	10.8	6.0	10.4
市盈率 (x)	14.5	12.3	11.1	10.4	9.5
市帐率 (x)	2.3	2.3	2.3	2.2	2.1
股息率 (%)	6.2	6.6	7.7	8.1	8.1
权益收益率 (%)	16.1	18.7	20.4	21.5	22.8
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及彭博

波司登 (3998 HK)

评级	未评级
收市价	2.45 港元
目标价	不适合
市值 (港币百万)	19,618
过去3个月平均交易 (港币百万)	47
52周高/低 (港币)	3.31 / 1.33
发行股数 (百万)	7,772
主要股东	高德康 (65.08%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对值	相对值
1个月	11.6%	14.1%
3个月	54.5%	60.8%
6个月	18.1%	42.8%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。